

© **Алифанова Е.Н.**,
 профессор каф. «Финансово-
 экономический инжиниринг»
 РГЭУ «РИНХ», д.э.н.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК КАК РЕГУЛЯТИВНЫЙ ИНСТИТУТ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ

Оценка степени влияния финансовой либерализации на развитие финансовых рынков и в целом на внутренние финансовые системы и экономический рост остается методологически сложным вопросом, что затрудняет и эмпирические исследования, и интерпретацию их результатов. Финансовая либерализация и развитие внутренних финансовых систем происходят в процессе их собственной трансформации и структурных преобразований в экономике. Поэтому развитие финансового рынка и финансового сектора может быть, в первую очередь, ведущим и даже опережающим индикатором экономического развития и структурной динамики, а не основным причинным фактором. Выделить же и отдельно оценить результаты влияния финансовой либерализации на развитие финансовой системы и, тем более, непосредственно на экономический рост, без учета структурных изменений, сложно. Таким образом, методологическая проблема состоит в том, чтобы четко разделить влияние финансовой либерализации, институциональных преобразований во внутренней

финансовой системе и структурных изменений в экономике, учитывая их взаимовлияние и обратную связь.

Анализ причин и опыта либерализации внутренних финансовых систем стран как с развитыми, так и с развивающимися финансовыми рынками показал, что существовавшие до начала процессов либерализации финансовые ограничения на движение капитала, а также ограничения в форме контроля над процентными ставками и политикой кредитования в банковской системе способны исказить функции финансовых систем или нарушить механизм реализации функций внутренних финансовых систем.

Опыт либерализации стран Латинской Америки с развивающимися финансовыми рынками в 1980-х гг. показал не состоятельность политики резкого и слабо регулируемого открытия внутренних финансовых систем, которое, по сути, становится шоковой либерализацией¹.

Анализ опыта «шоковой» либерализации финансовых систем с развивающимися финансовыми рынками позволил сделать следующие выводы:

- процесс либерализации должен быть постепенным, а не «шоковым»;
- широкая и слабо регулируемая либерализация, так же как и жесткие финансовые ограничения, способна привести к искажению функций внутренних финансовых систем и нарушению механизма их функционирования, в том числе к кризису,

¹ Снятие ограничений на присутствие частного, в том числе иностранного, капитала на финансовых рынках без прямого государственного регулирования приводит к волне массовых банкротств и финансовому кризису, как это произошло в Латиноамериканском регионе. Последствием такой политики «открытых дверей» становится отказ от методов либерализации в пользу существенных ограничений в финансовой системе и даже к национализации отдельных ее подсистем, как это случилось, в частности, с банковским сектором в Латинской Америке. В итоге процесс либерализации тормозится, т.е. достигается результат прямо противоположный ожидаемому. Прошедшие этот кризисный путь страны Латинской Америки вернулись к стратегии либерализации финансового сектора только в начале 90-х гг.

или «схлопыванию» («свертыванию») финансовых рынков, и национализации отдельных секторов финансовой системы;

- процесс либерализации должен опираться на механизмы государственного регулирования и мониторинга, а не только рыночного саморегулирования.

Рыночный механизм саморегулирования предполагает движение процентных ставок к рыночному равновесию, что приводит теоретически к эффективному перераспределению ресурсов и выравниванию процентных ставок финансового рынка. Финансовая либерализация, снятие финансовых ограничений приводят к расширению границ рынка, интеграции внутренних финансовых систем в мировую финансовую систему и в ее рыночный механизм саморегулирования.

Степень, формы, качество такой интеграции определяются, с одной стороны, качеством функционирования рыночного механизма внутренней финансовой системы, с другой стороны, качественной однородностью рынков внутренних финансовых систем и мировой финансовой системы в целом как единого экономического «организма».

Искажение механизма финансового рынка как во внутренних финансовых системах, так и в мировой финансовой системе в целом не позволяет функционировать мировому финансовому рынку и его национальным составляющим как эффективному рынку.

Необходима гармонизация институциональной структуры самих финансовых систем. Невозможно провести финансовую либерализацию только на уровне рынков и создать эффективные мировой и национальные финансовые рынки вне изменения качества системы более высокого порядка. Нельзя провести либерализацию финансовых рынков и движения капитала без либерализации и гармонизации институтов внутренних финансовых систем и без формирования механизма функционирования мировой финансовой системы на качественно однородной основе.

Процесс либерализации движения капитала, финансовых рынков должен идти в рамках либерализации финансовых систем в целом, однако этот процесс и исторически, и логически может быть опережающим, инициировать либерализацию других институтов внутренних и мировой финансовых систем.

Расширяя границы действия рыночного механизма саморегулирования, открывая доступ к мировым финансовым ресурсам, снимая институциональные барьеры установления равновесных уровней процентных ставок, снижая издержки трансакций, финансовая либерализация на уровне рынков способна повысить эффективность распределения ресурсов в экономике, но только при условии отсутствия искажений во взаимодействии рыночных и нерыночных институтов в финансовой системе, наличии институтов защиты присвоения квазиаренды специализированных инвестиций, институтов гарантии прав собственности, обеспечении транспарентности и других институтов, обеспечивающих институциональное пространство экономического развития.

Таким образом, концепция эффективных рынков в финансовом секторе опирается на более общий методологический подход и должна развиваться в рамках институциональной парадигмы.

Институты [1] формируются в результате действий различных групп или объединений людей в уже существующей институциональной среде. Существуют разные уровни и типы институтов. К регулятивным институтам относятся институты, регулирующие формирование институциональной организации общества, и институты, которые прямо регулируют экономическое и социальное поведение. К ним относятся, например, рынок, государство и др. Наряду с регулятивными институтами существуют конституирующие и инструментальные институты, формирующие пространства, в которых осуществляются различные типы поведения. Примером первых является институт

собственности, а примером вторых — финансовые институты, предоставляющие инструменты для аккумуляции и движения капиталов.

«Институты включают в себя как формальные правила и неформальные ограничения (общепризнанные нормы поведения, достигнутые соглашения, внутренние ограничения деятельности), так и определенные характеристики принуждения к выполнению тех и других. Институты влияют на экономическую деятельность, определяя трансакционные и производственные (трансформационные) издержки. Если институты — правила игры, то организации являются игроками. Они представляют собой группы индивидуумов, вовлеченных в целевую деятельность. Ограничения, накладываемые институциональной структурой (вместе с другими ограничениями), определяют множество возможностей и соответственно типы организаций, которые могут быть созданы» [2]. Назначение и функция институтов состоит в том, что они обеспечивают баланс разнонаправленных интересов. Институты — это не просто «правила игры», накладывающие ограничения на допустимый выбор действий, как подчеркивает Норт, их предназначение — создавать по возможности устойчивые и эффективные механизмы выбора решений в любых конфликтах интересов. Развитие системы институтов принципиально определяется тем, насколько выбираемая система способна обеспечить баланс интересов в реальном времени.

Формирование эффективных рынков в открытых системах, которыми являются внутренние финансовые системы, возможно только на основе гармонизации институциональных структур внутренних финансовых систем, их финансовой либерализации и формирования мирового финансового рынка как института рыночного саморегулирования.

Анализ особенностей перераспределения инвестиционных ресурсов фондовым рынком через призму институцио-

нального подхода позволяет по-новому определить и очертить границы финансовой глобализации.

Несмотря на снятие большинства барьеров для осуществления международной инвестиционной деятельности, влияние финансовой глобализации все еще ограничено. По мнению зарубежных исследователей, национальные особенности все чаще играют важную роль в выработке финансовых решений, поскольку существуют проблемы «агентского выбора». Эти проблемы возникают, поскольку руководители госструктур и топ-менеджеры корпораций предпочитают свои собственные интересы интересам внешних инвесторов. Когда эти проблемы становятся значительными, распределение прав собственности становится неэффективным, и топ-менеджеры корпораций должны инвестировать вместе с другими инвесторами для удержания контроля собственности. Складывающаяся концентрация собственности тормозит экономический рост, развитие финансовой сферы, ограничивает возможность страны использовать выгоды финансовой глобализации. Проблемы «агентского выбора» помогают объяснить, почему ограничено влияние финансовой глобализации и почему она может привести к утечке капитала и финансовым кризисам. Ограничения влияния финансовой глобализации будут сохраняться до тех пор, пока проблемы «агентского выбора» не будут решены [3].

По нашему мнению, эти выводы в свете институционального подхода позволяют объяснить современные процессы в российской экономике и ее рынке, а также становится очевидно, что пределы, формы и качество включения российской экономики в глобализирующуюся экономику зависит не только от мер либерализации движения капитала, но в большей мере от решения институциональных проблем, лежащих в сфере взаимодействия института собственности и рынка ценных бумаг в национальной экономике.

Удаление институциональных барьеров, ограничений, искажающих рыночный механизм саморегулирования в финансовой системе, способно повлиять на рост ее эффективности, но не может обеспечить эффективное функционирование всей финансовой и, шире, экономической системы без согласования рыночных и нерыночных формальных экономических институтов. Их согласование, координация, в свою очередь, способны привести к сужению масштабов и сферы распространения неформальных институтов, которые по сути регулируют сферы, не попавшие под регламентацию формальных институтов или противоречиво регулируемые ими. Также неформальные институты берут на себя в качестве элемента механизма саморегулирования функцию согласования рыночных и нерыночных институтов там, где формальные институты не выполняют эту задачу. По сути, они замещают функции и институты государственного регулирования.

Следовательно, эффективность функционирования внутренних финансовых систем и национальных экономик определяется не только структурой и качеством функционирования всей системы формальных и неформальных институтов, но и в значительной мере структурой именно регулятивных формальных институтов и качеством регулирования ими взаимодействия рыночных и нерыночных институтов, в том числе финансовых. И эту функцию согласования берут на себя государственные институты в рамках государственного регулирования и неформальные институты в рамках саморегулирования экономической системы. Отсюда следует, что в структуре задач государственного регулирования особое место, с точки зрения повышения эффективности экономики и ее роста, занимает регулирование взаимодействия рыночной и нерыночной подсистем экономики, а поскольку особую роль в этом процессе играют именно регулятивные институты, задачи их формирования и развития являются приоритетными.

Политика финансовой либерализации является важнейшим элементом реализации этой функции государственного регулирования. Очевидно, что она выходит за рамки рыночного регулирования не только с точки зрения субъекта, но и объекта регулирования.

Более того, политика институциональных преобразований и финансовой либерализации как ее элемента не может быть реализована и завершена на каком-либо историческом этапе. Это постоянная составляющая экономической политики, имманентна ей, поскольку сосуществование рыночного и нерыночного типов структур экономической деятельности, подсистем экономики, основанных на принципиальном различии рынка и иерархии как способов организации экономической деятельности, неизбежно, пока существует сама экономическая деятельность.

Интегрированные корпоративные структуры и формы экономической деятельности на принципах адхократии (т.е. временного объединения экономических субъектов для достижения определенных целей) представляют собой «промежуточную форму между иерархией и рынком», по сути, также являются неформальным институтом согласования формальных институтов: рынка и нерыночного способа организации экономической деятельности (иерархии). Поэтому в рамках государственной политики в области институциональных преобразований экономики формирование и развитие как фондового рынка, так и интегрированных структур в экономике должно рассматриваться именно с позиции формирования их в качестве регулятивных институтов, которые выполняют функцию согласования институтов различного типа: рыночных и нерыночных; конституирующих и инструментальных; базовых и дополнительных.

Рынок ценных бумаг в политике институциональных преобразований должен регулироваться как регулятивный дополнительный институт институциональной

матрицы, который влияет на формирование институциональной организации общества, организуя взаимодействие базовых и дополнительных элементов институциональной матрицы, рыночных и нерыночных институтов. Поскольку и рынок ценных бумаг, и интегрированные корпоративные структуры относятся к регулятивным институтам, государственная политика их формирования и регулирования должна опираться на общие подходы и принципы.

Такой методологический подход способен очертить «институциональное ядро» в системе регулирования экономики в целом — регулятивные институты в системе институтов различных типов.

Применительно к регулятивным институтам, в частности фондовому рынку и интегрированным корпоративным структурам, этот методологический подход позволяет выделить ряд общих принципов и направлений их формирования и регулирования в указанном качестве. Более того, этот подход позволит получить своеобразный синергический эффект в сфере институциональных преобразований в экономике и в системе управления ими.

Выделение общих принципов, направлений и мер формирования и регулирования этих и других институтов позволит провести определенную стандартизацию процедур управления этим процессом и процедур, норм деятельности самих регулятивных институтов. Это, в свою очередь, повысит прозрачность формирования и функционирования институциональной системы экономики, снизит издержки трансакций на ее преобразование и функционирование и, как следствие, повысит качество функционирования институциональной системы и экономики в целом.

Формирование рынка ценных бумаг как регулятивного и адаптивно эффективного института приводит к снижению издержек трансакций не только самого рынка ценных бумаг, но и в целом в финансовой системе и экономике.

Отчасти различие форм организации экономической деятельности определяется государственной институциональной политикой. Государство посредством таких институтов, как налоги, субсидии, гарантии и т. д., ставит различные формы организации предприятий, отрасли и сектора в неравное положение. Вторая причина коренится в принципиальном различии типов координации экономической деятельности и уровня издержек трансакций на проведение операций в рамках этих типов. Влиять на выбор типа координации и, соответственно, организационные формы деятельности экономических субъектов государство может через развитие институтов регулирования издержек трансакций как рыночного типа координации, так и нерыночного (иерархий).

Поскольку издержки трансакций — важная переменная, влияющая на варианты экономической организации, их регулирование с помощью как государственных, так и рыночных институтов является важным направлением институционального регулирования экономики.

Поскольку фондовый рынок как особый рыночный институт, регулирующий движение прав собственности, оказывает влияние на формирование издержек трансакций в рамках обоих типов координации — рынка и иерархии, то регулирование фондового рынка в этом направлении приобретает новую значимость и дает более широкие и системные возможности влияния на уровень издержек трансакций, а значит, и на характер и скорость институциональных изменений в экономике в целом. Важно подчеркнуть, что, регулируя фондовый рынок как институт снижения издержек трансакций, государство заменяет комплекс разрозненных аналогичных мер во всех (или отдельных) секторах экономики на систему мер, решающую эти задачи одновременно для взаимосвязанных элементов всей экономической системы. В этом смысле переход к названным приоритетам регулирования означает институцио-

нальные изменения регулирования, способные снизить издержки трансакций не только в экономике, но и в самой системе государственного регулирования.

Регулирование уровня и структуры издержек трансакций на рынке ценных бумаг должно рассматриваться как направление и инструмент регулирования уровня и структуры издержек трансакций в экономике в целом.

Сформулируем направления регулирования уровня и структуры трансакционных издержек в развитии российского фондового рынка в условиях финансовой глобализации:

- изменение трансакционных издержек привлечения инвестиций и их перераспределения в результате либерализации и финансовой глобализации;

- изменение уровня трансакционных издержек участников финансового рынка в результате операций Центрального банка на открытом рынке как альтернативы другим мерам денежно-кредитного регулирования процентных ставок в экономике;

- регулирование структуры издержек трансакций на российском рынке ценных бумаг;

- регулирование форм, характера и степени включения российского фондового рынка в глобализующуюся финансовую систему на основе норм (институтов) регулирования этих процессов, обеспечивающих снижение издержек трансакций и в том числе минимизацию издержек институциональных трансакций.

Регулятивные меры по снижению издержек трансакций внутреннего характера на российском фондовом рынке в дополнение к мерам, определенным ФСФР РФ, могут быть следующие:

- унификация налогообложения доходов по финансовым инструментам различного типа;

- снижение уровня ограничений на выпуск ценных бумаг акционерными обществами;

- снижение издержек трансакций с профессиональными участниками рынка ценных бумаг: унификация и стандарти-

зация документов процесса андеррайтинга;

- раскрытие информации об обязательствах организатора выпуска и/или андеррайтера и об издержках его размещения;

- введение регулирования предельного уровня оплаты в торговой системе услуг подготовки и проведения первичного размещения эмиссионных ценных бумаг.

Издержки получения информации и издержки принуждения к выполнению контрактов, которые в значительной мере определяются государственными институтами, существенно влияют на выбор типа координации экономической деятельности.

Как только мы отказываемся от традиционных допущений неоклассической теории о полной информации и вводим неопределенность и трансакционные издержки (модель свободной конкуренции по Демсецу), минимизация издержек становится сложной многомерной задачей. Помимо издержек производства, минимизируемые издержки включают и издержки координации, и издержки обеспечения прав собственности. Очевидно, что фондовый рынок как рыночный институт непосредственно связан с обеими этими составляющими трансакционных издержек. Организация и регулирование трансакционного процесса на фондовом рынке должны быть направлены в наиболее обобщенном виде на снижение этих двух групп издержек трансакций. При этом фондовый рынок обеспечивает изменение и оценку прав собственности, независимо от типа координации деятельности экономических субъектов.

Поскольку фондовый рынок является, с одной стороны, регулятивным институтом, а с другой — в контексте институциональной матрицы — дополнительным институтом, который обеспечивает функционирование базисного института — прав собственности, то регулирование РЦБ и издержек трансакционного процесса на нем неразрывно связано с регулированием:

1) института прав собственности;
 2) интегрированных компаний как альтернативного института организации экономической деятельности (который соответствует альтернативному типу координации, но при этом изменение прав собственности в рамках которого опирается преимущественно на институты рынка ценных бумаг).

Фондовый рынок снимает институциональные барьеры ограничения перелива капиталов¹ [4] и выступает как институт комплиментарный, взаимно дополняющий по отношению к интегрированным компаниям. Интернализация отношений рынка капитала в интегрированных компаниях — это замещающий и одновременно комплиментарный фондовому рынку институциональный механизм перелива специфических ресурсов, либо в другом случае — механизм, обеспечивающий более низкие издержки транзакций при движении капитала и изменении структуры прав собственности внутри групп.

Важно, что движение прав собственности и капитала в рамках групп обеспечивается, как правило, с помощью ценных бумаг (инструментальных институтов) и механизма секьюритизации, т.е. на основе фондовых механизмов как особой формы интернализации отношений рынка капитала. Это проникновение институтов рынка ценных бумаг в механизм функционирования интегрированных структур становится их основой, формирует системообразующие отношения в группе. Рынок ценных бумаг выступает одновременно регулятивным институтом интеграции экономических субъектов и различных институтов, а также адаптивно

¹В целях анализа структурных различий интегрированных групп компаний Р. Кэйвз и М. Портер расширили понятие «входных барьеров», включив в него препятствия для перелива капиталов между группами в рамках одной отрасли. Наличие специфических капиталов также обуславливает формирование «стратегических групп», в которых предприятия распределяют внутренние ресурсы в соответствии с найденными в прошлом эмпирическими правилами.

эффективным институтом, снимающим институциональные барьеры движения капитала.

Тенденция интеграции предприятий подчинена логике институционального выбора и соответствующего институционального развития, а регулятивным институтом этого процесса выступает рынок ценных бумаг, наряду с государством как регулятивным институтом, опирающимся на иерархический, нерыночный тип координации.

Поэтому государство должно использовать потенциал, инструменты и механизм фондового рынка в управлении изменением структуры прав собственности и интеграционными процессами в экономике.

Иначе говоря, государство через рынок ценных бумаг как регулятивный институт может воздействовать на другие типы координации взаимодействия между субъектами экономики — иерархический и сетевой.

Регулирование рынка ценных бумаг в рамках институционального направления экономической политики позволит управлять следующими параметрами экономики:

- институциональной структурой экономики и конституирующим институтом собственности как ее базовым элементом;
- взаимодействием различных типов и институтов координации экономической деятельности;
- уровнем издержек транзакций, определяющих логику институционального выбора экономических субъектов;
- интеграционными процессами в экономике;
- институциональным развитием экономики, которое лежит в основе экономического развития, взаимосвязано с его траекторией, определяет тип и скорость экономического роста;
- транспарентностью финансовой системы и в целом экономики, которая в совокупности с уровнем издержек транзакций и степенью развития институтов

определяет качество функционирования экономики и эффективность рынка.

Общий вывод в рамках институционального методологического подхода к исследованию рынка ценных бумаг и его регулированию заключается в следующем: рынок ценных бумаг должен быть объектом стратегического управления в рамках экономической политики государства как особый регулятивный институт рыночной экономики. Он должен рассматриваться как переменная управления экономическим развитием России в долгосрочном периоде.

Финансовая глобализация придает новый импульс институциональному развитию рынка ценных бумаг, приводит к формированию мирового рынка ценных бумаг и его институциональным инновациям.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. North D.C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance — Cambridge University Press, New York. 1990

2. Норт Д. Институциональные изменения: рамки анализа // Вопросы экономики. — 1997. — №3. — С. 7.

3. Stulz Rene M. The Limits of Financial Globalization. NBER Working Paper No. 11070, issued in January 2005 // <http://papers.nber.org/papers/W11070>

4. Caves R., Porter M. From Entry Barriers to Mobility Barriers: Conjectural Decisions and Contrived Deterrence to New Competition // Quarterly Journal of Economics, 1977, May.